

事業撤退と企業価値

福田 充 男

要 旨

この論文の目的は、企業がある事業から撤退をするというアナウンスメントが行われたとき、それに対して当該企業の株価がどのように反応するかを実証分析することである。株価の反応は、経営者がどのような動機に基づいてそうした決定をするかによって異なってくると考えられる。もし経営者が株主の利益あるいは企業価値を最大にするように行動するのであれば、事業撤退の正味現在価値がゼロになった時点で撤退を決めるはずであるから、株価は反応しないと予想される。それに対して、経営者が自らの利益に基づいて行動する場合、あるいはなんらかの行動バイアスに支配されている場合には、事業撤退は株価にプラスの影響を与えると予想される。本稿で得られた実証結果は後者の仮説と整合的である。

キーワード：事業撤退、正味現在価値ルール、株価反応エイジェンシー／行動仮説、企業価値

1. はじめに

本稿の目的は、企業がある事業部門から撤退することがその企業の価値にどのような影響を与えるかという問題をイベントスタディによって実証することである。具体的には、事業撤退に関するアナウンスメントに対して当該企業の株価がどのように反応するかを調べる。

正味現在価値ルールに従えば、企業価値を最大にするには、事業を継続した場合に期待できるキャッシュフローの現在価値が今すぐ撤退した場合に期待できるキャッシュフローの現在価値よりも小さければ撤退すべきであるということになる。そして、事業の継続あるいは撤退に関する決定権を持っている経営者が企業価値の最大化を目的として行動するならば、実際にこの規範的ルールに基づいた行動を取ると考えられる。以下、こうした考え方を規範仮説とよぶ。

それに対して、プリンシパルである株主とそのエイジェントである経営者との間に生じるエイジェンシー問題に注目する立場もある。このエイジェンシー理論（仮説）の立場からすると、企業は事業からの撤退をできるかぎり先送りしようとすると考えられる。その理由の1つとして、経営者が企業規模から効用を得ている場合には規模縮小につながる撤退に消極的になるということが考えられる。

あるいは経営者が保身的行動をとる場合、撤退に伴って生じる利害関係者とりわけ労働組合との軋轢を回避しようとする、撤退に伴う損失（特別損失）の表面化を次期経営者が経営を引継ぐまで先送りしようとする、特別損失を計上することによる社内で経営基盤の弱화를避けようとする、などが考えられる。

認知心理学の研究成果に立脚する行動ファイナンスの立場（行動仮説）からも、経営者が事業撤退に消極になる傾向があることを説明できる。とりわけ経営者がキャッシュフローの計算を心理勘定ないし主観的勘定 (mental accounting)¹⁾ で処理する場合には、経済合理的基準からすれば本来無視すべきサンクコストに囚われて、非効率的事業の継続を決定してしまうことになりやすい。後悔回避バイアスは、損失計上のような明白な形で過去の行動の失敗を認めることを極力避けようとする行動を引き起こしやすい。事業撤退が経営上の失敗に対する責任問題を引き起こす場合にはそうした傾向をいっそう強めることになる。さらに、事業へのコミットメントはその事業に関わる人びとの努力・忍耐を引出すというプラスの側面がある反面、失敗・損失を過小評価してしまうというマイナスの側面も持ち合わせているため、必要な事業撤退を困難にする要因になりうる²⁾。

エイジェンシー理論と行動ファイナンスはそれぞれの前提と論理は異なるが、経営者の事業撤退決定のタイミングが正味現在価値ルールから導かれる場合に比べて遅れること、そしてその結果として企業価値が毀損されるという結論に関しては同じである。両者の違いは、経営者の正味現在価値ルールからの逸脱が意図的なものか、そうでないのか、ということにある。したがって実証分析においてこれら2つ仮説を識別することは困難であろう³⁾。そこで以下ではこれらをまとめてエイジェンシー／行動仮説と呼ぶことにする。

企業がある事業から撤退するというアナウンスメントがなされたとき、それに対してその企業の株価はどのような反応を示すであろうか。もし当該事業の業績に関する情報が投資家に開示がなされていない場合には、事業撤退は投資家にとって予想外の業績悪化が進んでいることを意味するから、株価は下落すると考えられる。それに対して情報開示が行われている場合には、規範仮説のもとでは、撤退は当該事業の正味現在価値がゼロとなったことの現われであるから、企業価値には影響を与えない。したがって撤退アナウンスメントに対して株価は変化しないと考えられる。それに対してエイジェンシー／行動仮説のもとでは、撤退はマイナスの正味現在価値を生むような事業が中止されることを意味するから、撤退アナウンスメントに対して株価はプラスの反応を示すと考えられる⁴⁾。Statman and Sepe (1989) は、事業売却を伴わないような、そして中止事業からの損失がその年の収益の10%を超えるようなケースを対象にして、平均して1.24%の超過収益率を観測している。そして事前に芳しくない事業収益見通しが投資家に知られている場合にはこの反応はより大きくなるということを示している。

事業撤退には事業部門ないし資産の売却を伴うことが少なくない。資産売却は財務状態が悪化して

いる企業にとって借入れなどの外部資金調達に比べて低コストでの資金調達の手段となる可能性がある。もしそうであるならば、事業撤退それ自体の効果に加えて資産売却の効果も加わることになる。

本業との関連性が薄い分野からの撤退は本業回帰あるいは本業専念への動き（いわゆる選択と集中）とみなせる。多くの実証研究が示しているように多角化経営が企業価値を毀損するのであれば、逆に非関連分野からの撤退は関連分野からの撤退に較べて株価により好ましい効果を与えられられる。Berger and Ofek (1995) は事業部門レベルのデータを使って、多角化企業の価値が単独事業企業に較べて 13 % から 15 % 劣るとこと、そして過剰投資と部門間内部補助が多角化による価値低下 (diversification discount) の原因であることを明らかにしている。Comment and Jarrell (1995) は 1980 年代に米国では集中への傾向が定着したこと、そしてこの傾向が株主価値を高めることに貢献したこと、具体的には、売上高ベースのハーフィンダール指数が 0.1 変化すると株式リターンが約 4 % 変化することを示している。John and Ofek (1995) は、資産売却後の収益改善効果はおもに事業集中の度合いを高めた企業に見られ、そして資産売却のアナウンスメント効果も事業集中の度合いと相関していることを見だしている。これらはいずれも米国についての結果であるが、Lins and Servaes (1999) によると、日本と英国の diversification discount はそれぞれ 10 %、15 %（ドイツは有意ではない）という結果を報告している。

エイジェンシー／行動仮説によると、経営者が事業撤退に伴って発生する特別損失が表面化することを避けようとする。特別損失の計上自体は単なる会計上の処理にすぎず、キャッシュフローしたがって企業価値には影響を与えない。つまり株価には中立的である。しかし、なんらかの非合理的理由で投資家が特別損失計上に対してマイナスの評価をする結果として株価が下落するのであれば、経営者には特別損失の計上を避けようとする誘因がより強く働くことになる。Strong and Meyer (1987) によると、事業中止や資産の簿価減額によって生じる償却処理 (write-down) のアナウンスメント効果はマイナスであるが有意ではない。

本稿で得られた実証結果は以下のようなものである。事業撤退アナウンスメントに対して株価は平均して 0.9 % 上昇する。この結果はエイジェンシー／行動仮説と整合的である。つまり株式市場は事業撤退によって非効率的事业が中止されて企業価値が向上すると評価したと解釈できる。事業撤退における資産売却が積極的に評価されるという事実はない。特別損失計上のアナウンスメントに対して株価はほとんど反応を示さない。

本稿の構成は以下の通りである。次節はサンプルについて説明する。3 節では、実証方法および実証結果を示す。第 5 節は要約と結論である。

2. サンプル

事業撤退に関する情報は日経テレコンで収集した。期間は 1999 年から 2002 年までの 4 年間とし、

「事業撤退」というキーワードで検索した。サンプル期間は 1999 年から 2002 年までの 4 年間であり、東証上場企業を分析対象企業とする。ただし検索でヒットした場合でも、その後に経営破綻、合併などによって上場廃止となったものは株価データが入手できないため除外する。

サンプル数（企業が事業撤退のアナウンスメントが行われた回数）は全部で 231 であり、企業数は 153 である。つまり複数回事業撤退を決めた企業は 78 社で全体の 33.8 % に当たる。最大は富士通の 8 回である。サンプルは広範囲の産業にわたっているが、電機産業が最も多く 59（企業数は 26）となっている。年別に見てみると、1999 年 72、2000 年 66、2001 年 56、2002 年 37 と漸減傾向を示している。

事業ないし資産の売却の同時アナウンスメントが行われたケースは 103 である。ただしこの中には、売却先が明示されていないもの、あるいはこれから売却先を探す、というものも含まれる。逆に、残りの 128 のなかには、将来の売却が計画されているもの、あるいは事後的に売却されたものが含まれている可能性はある。したがってここでのサンプリングに関しては、売却を伴うか否かの区別は暫定的なものと考えるべきであろう。売却を行わない場合には、従業員の配置転換、資産の他用途転用などが行われるのが通常である。売却金額が 10 億円以上のケースは 28 である。

海外事業からの撤退は全体の約 25 %（59 サンプル）を占める。これは経済の国際化に伴って多くの企業が海外業務に進出したことの裏返しでもある。撤退が決まった事業の内容としては現地生産以外に、海外ホテル経営、不動産事業などがある。

事業撤退を選択と集中あるいは本業回帰への動きと解釈することはできるが、概念的には多角化経営の修正ないしそれからの決別を意図する撤退と、同じ分野（産業）に属しているが市場が先細りとなっているかまたは比較劣位となった事業から撤退、という 2 つに分類することができる。前者の例としては、キッコーマンのフィットネス、川崎製鉄のリース、日本信販の語学・ダイビングスクールなどがある。後者の例としては、松下電器、東芝などのワープロ、東洋紡、ユニチカなどの各種繊維、日産のフォークリフト、富士重工のバス車体などがある。産業コードの中分類基準で企業が属している産業以外の事業からの撤退と判断すると、こうしたケースに当てはまるのは 37 サンプルで、全体の 16 % になる。ただし多角化経営が本来の業務である総合商社（20 サンプル）と他事業の兼営が法律によって規制されている銀行（1 サンプル）を分母（全サンプル）から除くと、その割合は 18 % になる。

特別損失を計上したのは 15 サンプル（企業数も同じ）である。特別損失計上額の平均値と中央値はそれぞれ 110 億円と 20 億円で、右裾の広い分布になっている。

3. 実証結果

以下ではイベントスタディの実正方法を用いて次のような実証分析を行う。まず事業撤退が企業価

値にどのような影響を与えるかを見る。次に撤退の伴う事業（資産）売却の効果について、そしてさらに撤退に伴う特別損失のアナウンスメント効果について調べる。最後に資産購入が企業価値にどのような効果を与えるか見る。これらはすべて事業撤退のアナウンスメントに伴って企業に超過収益率が生じたかどうかを基準とする。

超過収益率は個別株式の日次収益率から TOPIX の日次収益率を差引いたものとして定義する。日次収益率は 2 営業日間の終値の変化率として定義する⁵⁾。アナウンスメント日（日付 0）は日本経済新聞が事業撤退に関する報道を行った日（出版日）である。以下ではおもにアナウンスメント日周り 2 日間の累積超過収益率（日付 0 と日付 -1 の超過収益率の合計）に注目する。検定統計量は超過収益率をその推定標準偏差で割った比率として求められる。標準偏差の推定期間はアナウンスメント日の 61 日前から 200 日前までの 140 日間である。

表 1 の第 1 列目は事業撤退のアナウンスメントが株価に与える効果を示したものである。アナウンスメント日とその前日の累積超過収益率（-1,0）は 0.91% で、1% 水準で有意である。この株価反応の大きさは Statman and Sepe (1989) が得た 1.24% よりも小さい。この差の原因の 1 つはかれらが中止（撤退）事業からの損失がその年の収益の 10% を超えるようなケースを対象にしていることが考えられる。アナウンスメント前の期間（-11,-2）における超過収益率は有意でない。したがって事業撤退に関する情報が事前に漏れていたという証拠はない。また、アナウンスメント後の期間（1,5）における超過収益率も有意でない。このことは、アナウンスメント時の株価反応が過少や過剰でないことを示唆している。

表 1 事業撤退と超過収益率

	事業撤退	集中化	特別損失 (1)	特別損失 (2)	事業売却
N	231	37	15	14	28
(-1,0)	0.91 (3.65)	1.26 (1.84)	3.17 (2.61)	-0.23 (-0.41)	0.61 (0.78)
(-11,-2)	0.04 (0.08)	0.27 (0.18)	1.77 (0.76)	2.15 (0.91)	-2.75 (-1.58)
(1, 5)	-0.31 (-0.79)	-0.12 (-1.07)	2.24 (1.36)	2.26 (1.35)	-0.81 (-0.66)

N はサンプル数、(-1,0) はアナウンスメントの前日と当日の累積超過収益率（単位は%）を表わす。超過収益率下の括弧内の数値は t 値を表わす。

アナウンスメント時の超過収益率がプラスで有意であるという結果は、エイジェンシー／行動仮説と整合的であるが、規範仮説とは整合的でない。すなわち、株式市場は事業撤退によって企業価値が高まると評価したと考えられる。このことは、撤退が決まった事業が低い利益しか生まないものであるにもかかわらず経営者がその事業からの撤退を先送りしてきたことを示唆している。事業撤退はこうした資金の非効率的配分が是正されるきっかけとして評価されたものと解釈できる。

表の第2列目は、企業が属している産業（産業コードの中分類）以外の産業に属する事業からの撤退、つまり事業の集中化が株価に及ぼす影響を見たものである。アナウンスメント日周りの累積超過収益率は1.26%で有意である（ t 値は2.22）。多角化経営に非効率性が伴うのであれば、John and Ofek (1995) などが見いだしたように集中化の一環としての事業撤退はより大きな企業価値向上効果をもたらすと考えられる。表には掲載されていないが、残りの非集中化サンプルの平均超過収益率は0.83%で、集中化サンプルの平均超過収益率はこれよりも0.4%高いが、その差は有意ではない（ t 値は0.37）。したがって市場は、集中化よりも非効率的な事業からの撤退そのものが企業価値向上につながると評価したと解釈できる。

表の3列目（特別損失（1））を見ると、事業撤退に伴う特別損失計上のアナウンスメントに対して株価は3.17%上昇する。しかしアナウンスメント日周りの超過収益率が非常に高いセガをサンプルから排除した第4列目（特別損失（2））では、0.23%の下落となって、有意ではなくなる（ t 値は-0.41）。サンプル数が少ないために結果に関する解釈には慎重を要するが、いずれにしてもこれらの結果は、特別損失計上に対する株式市場の反応が非合理的であるために、特別損失計上に伴う株価への悪影響を恐れて経営者が事業撤退を先送りする、という見方を支持しない。つまり、特別損失計上に関する認知バイアスに基づく非合理的行動が見られるとすれば、それは市場ではなく、経営者の行動に現われやすいということを示唆する。あるいは特別損失計上が現経営者にとって経営権を巡る企業内での競争上の立場を不利にするということも考えられる。この場合にはエイジェンシー問題の現われと解釈できる。

表の第5列目は事業撤退に伴う事業（資産）売却に対する株価の反応を見たものである。ここではJohn and Ofek (1995) や Kruse (2002) などが売却額100万ドル以上にサンプルを限定していることに対応して、売却額が10億円以上と報道されているものを分析対象とする。資産売却に伴うアナウンスメント時の超過収益率は0.61%のプラスであるが、有意ではない（ t 値は0.78）⁶⁾。この結果は、資産売却がプラスの株価反応を伴うことを見いだしている米国での研究結果（Lang, Poulsen and Stulz (1995)、Lasfer, Sudarsanam and Taffler (1996)、Bates (2005) など）と異なる⁷⁾。1つには、先行研究が資産売却一般に関するものであるのに対し、ここでの分析が事業撤退に伴う資産売却を対象にしているという違いかもしれない。いずれにしても、事業撤退にアナウンスメント効果が資産売却による効果を反映したものであるという証拠はないということになる⁸⁾。

結論

本稿では、事業撤退が企業価値にどのような影響を与えるかという問題について実証分析を行った。具体的には、企業がある部門からの事業撤退を決めたというアナウンスメントに対して企業の株価がどのような反応を示すかということを調べた。事業の業績に関する情報が投資家に開示されていない

場合には、撤退は当該事業の業績が悪化した（あるいはしつつある）という情報を伝えることになるから株価は下落すると考えられる。それに対して、情報の開示が行われている場合には経営者がどのような目的あるいは基準に基づいて行動しているかによって二通りのケースが考えられる。

1つは、経営者が企業価値最大化を目的として事業の継続・撤退を決定している場合である。この場合には経営者は事業継続の正味現在価値がゼロとなった時点で撤退を決めるはずである。こうした考え（本稿では規範仮説と呼ぶ）のもとでは、事業撤退のアナウンスメントに対して株価は反応を示さないはずである。それに対して経営者が自らの利益・効用の最大化を目的として行動している場合、あるいは心理的バイアスによって経済合理的行動から乖離した行動をとる場合には、非効率的な事業からの撤退を先送りしてしまう傾向がある（エイジェンシー／行動仮説）。

本稿での実証結果によると、事業撤退のアナウンスメントに対して企業の株価は平均して有意に上昇する。この結果はエイジェンシー／行動仮説と整合的である。また、事業撤退にともなう特別損失計上は株価に有意なマイナスの影響を与えない。特別損失の計上自体は単なる会計項目の付け替えにすぎないから、情報開示が適切に行われている限り、これは市場の合理的反応として解釈できる。つまりこの結果は、特別損失計上に対する市場の非合理的反応による株価下落を経営者が回避しようとして事業撤退を遅らせているという主張と整合的でない。

注

- 1) 心理勘定の定義、および心理勘定のサンクコスト効果については、Goldberg and Nitzsch (1999) の第4章参照。
- 2) 行動ファイナンスと投資行動についての詳しい説明は Statman and Caldwell (1987) 参照
- 3) 実際、経営者が自らの行動をエイジェンシー仮説に基づいて説明するということは考えられない。日本経済新聞（2006年2月12日付）で、「写真事業縮小、遅かったのでは？」という記者からの質問に対して富士写真フイルムの古森社長は「（決断は）遅すぎたかもしれない」と正直に答えているが、そうなった理由については明確にしていない。
- 4) 事業撤退が投資家の予想を上回る業績悪化に起因する場合には、撤退アナウンスメントに対して株価は下落するという場合も考えられる。
- 5) 家庭用ゲーム機からの撤退を表明したセガに関してはアナウンスメント日の株価はストップ高となったため買い気配値しか記録されていない。このため翌営業日の終値を用いた。ただし、買い気配値を用いても、あるいはセガをサンプルから除外しても結果は変わらない。
- 6) 売却金額に関する条件を取り除いてサンプル数を増やしても結果は変わらない。
- 7) Lang, Poulsen and Stulz (1995) は、資産売却に対する株価反応は資産を売却して得られた資金が負債の返済に使われる場合にはプラスになるが、内部に留保される場合にはマイナス（しかし有意でない）になるという結果を得ている。かれらによるとこの結果は、経営者は余裕資金を非効率的に使ってしまうというエイジェンシー仮説と整合的である。それに対して Bates (2005) は、売却資金が自社株買入や

配当に使われた場合にマイナスの反応を見いだしている。Lasfer, Sudarsanam and Taffler (1996) は資金繰りの改善効果に注目する。かれらが得た結果によると、資金繰りが悪化している企業 (financially distressed firms) についてはより大きな株価反応が見られる。

8) 表として示さないが、事業を買収した企業の超過収益率も有意ではない。

参考文献

- Bates, T., 2005, Asset Sales, Investment Opportunities, and the Use of Proceeds, *Journal of Finance* 60, 105-135.
- Berger, P., and Ofek, E., 1995, Diversification's Effect on Firm Value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Comment, R., and Jarrel, G., 1995, Corporate Focus and Stock Returns, *Journal of Financial Economics* 37, 67-87.
- Freund, S., Prezas, A., and Vasdevan, G., 2003, Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers, *Financial Management* 32, 7-15.
- Goldberg, J., and Nitzsch, R., 1999, *Behavioral Finance*, FinanzBuch Verlag GmbH. (真壁昭夫監訳『行動ファイナンス』ダイヤモンド社)
- John, K., and Ofek, E., 1995, Asset Sales and Increase in Focus, *Journal of Financial Economics* 37, 105-126.
- Kruse, T., 2002, Asset Liquidity and the Determinants of Asset Sales by Poorly Performing Firms, *Financial Management*, 107-129.
- Lang, L., Poulsen, A., and Stulz, R. 1995, Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion, *Journal of Financial Economics* 37, 3-37.
- Lasfer, M. A., Sudarsanam, P., and Taffler, R., 1996, Financial Distress, Asset Sales, and Lender Monitoring, *Financial Management* 25, 57-66.
- Lins, K., and Servaes, H., 1999, International Evidence on the Value of Corporate Diversification, *Journal of Finance* 54, 2215-2239.
- Statman, M., and Sepe, J., 1987, Applying Behavioral Finance to Capital Budgeting: Project Terminations, *Financial Management* 16, 7-15.
- Statman, M., and Sepe, J., 1989, Project Termination Announcement and the Market Value of the Firm, *Financial Management* 18, 74-81.
- Strong, J., and Meyer, J., 1987, Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns, *Journal of Finance* 44, 643-661.

Project Termination and Firm Value

Atsuo FUKUDA

Abstract

This paper examines the effect of project termination on firm value. If managers act to maximize shareholders wealth or firm value, they terminate project just when the net present value of the project becomes zero. In this case, market will not respond to the termination announcement. In contrast, if managers act to maximize their own benefit or act based on some behavioral bias, and then tend to postpone inefficient project termination, market will respond positively to the announcement. I find stock price reactions are positive in response to project termination announcements. This result is consistent with the agency/behavioral hypothesis

Keywords : Project Termination, Net Present Value Rule, Stock Price Reaction, Agency/Behavioral Hypothesis, Firm Value